

УДК 336.22

А.В. ГУРНАК, к.э.н., доцент,

Донецкий национальный технический университет

ОСОБЕННОСТИ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ ДОХОДОВ ОТ КАПИТАЛА В УКРАИНЕ

В условиях рыночной экономики доходы от капитала являются традиционным объектом налогообложения. Налоги на доходы от капитала не только обеспечивают наполнение бюджета, но осуществляют непосредственное влияние на активизацию инвестиционных процессов, на принятие финансовых решений. Однако, несмотря на длительный опыт использования таких налогов, многие проблемы все еще остаются без четких, теоретически обоснованных ответов.

Стоит отметить, что налогообложение капитала довольно часто становится объектом научных исследований как отечественных, так и зарубежных ученых. Заслуживает внимания работа Вишневого В.П. в аспекте исследования нейтральности в налогообложении доходов от капитала в условиях рыночной экономики [1]. Вместе с тем, в указанной работе учтены не все виды доходов от капитала, а расчеты проведены на основе устаревшей на сегодняшний день нормативной базы. Серебрянский Д.Н. обращает внимание, что на выплату доходов владельцам капитала существенно влияет не только непосредственное их налогообложение, а также налогообложение доходов от труда, особенно в отношении страховых социальных взносов [2]. В целом Серебрянский Д.Н. приходит к выводу, «что политика налогообложения дивидендов в Украине характеризуется особой непродуманностью и полным отсутствием стабильности» [2, с.84]. Значительное внимание вопросам налогообложения доходов от капитала уделено в научных разработках Соколовской А.М. [3-4]. По результатам теоретических обобщений и эмпирического анализа налогообложения труда и капитала Соколовская А.М. отмечает, что в контексте обеспечения экономического развития Украины «необходимость и возможность уменьшения налоговой нагрузки на капитал не вызывает сомнений» [4, с.153]

Относительно исследований налогообложения доходов от капитала зарубежными учеными, то они берут начало от действительно революционных работ Ф. Модильяни и М. Миллера о влиянии структуры капитала, дивидендной политики и налогообложения на стоимость фирмы [5], и на сегодня характери-

зуются чрезвычайно широким спектром разнообразных аспектов этой проблемы. При этом наиболее важные результаты нашли отражение в научных работах А. Ауэрбаха [6-8], Р. Гордона [9-10], М. Кинга [11], М. Фельдштейна [12].

Итак, целью данной работы является оценка того, каким образом изменения в налогообложении доходов от капитала, реализованные в ходе налоговой реформы в Украине, способствуют повышению нейтральности при выборе инструментов финансирования предприятий, способствуют ли эти изменения устойчивому развитию национальной экономики.

Движение капитала в условиях рыночной экономики имеет целью его возрастание. Прирост капитала создает возможности получения дохода на авансированный капитал. Та часть дохода от капитала, которая уплачивается его владельцами по требованию государства и представляет собой налог на доходы от капитала. При этом налогообложение доходов от капитала проводится как на корпоративном уровне, то есть на уровне предприятий, так и на персональном уровне, то есть на уровне отдельных физических лиц, являющихся первоначальными инвесторами. Двойное налогообложение капитала является основой классической системы налогообложения доходов от капитала. Вместе с тем, их альтернативой является полностью или частично интегрированные системы налогообложения доходов от капитала (в том числе импутационная и шедюлярная системы). Двойное налогообложение доходов от капитала нарушает принцип нейтральности налогообложения и существенно влияет на выбор той или иной схемы финансирования производства. Полностью интегрированные системы способствуют обеспечению нейтральности, но вследствие определенных институциональных факторов (нежелание государства уменьшить налоговые поступления, восприятие обществом налогообложения доходов от капитала как справедливое и т.п.) большее распространение приобретают частично интегрированные системы.

© А.В. Гурнак, 2011

С принятием Налогового кодекса Украины (НКУ) [13] в государстве сохраняется классическая система налогообложения доходов от капитала, но предполагаются изменения налоговых ставок, что существенно повлияет на уровень налогообложения доходов от капитала.

Рассмотрим налогообложение доходов от капитала, если движение капитала от инвестора – физического лица к предприятию опосредуется использованием таких инструментов как: 1) акция, 2) привилегированная акция, 3) облигация. Кроме того, альтернативой инвестирования средств в предприятие может выступать их размещения на банковском депозите.

Поскольку налогообложение доходов от капитала построено в соответствии с классической системой, то анализ целесообразно проводить на основе кумулятивных ставок. Кумулятивная ставка учитывает налогообложение как на уровне предприятия, так и на уровне получателя дохода. Так, например, если предприятие направляет на выплату дивидендов инвестору 100 грн, то оно должно уплатить с них налог на прибыль, ставка которого с 01.04.2011 г. по 31.12.2011 года составляет 23% (статья 10 подраздела 4 раздела XX НКУ). Полученные инвестором дивиденды облагаются также налогом на доходы физических лиц по ставке 5% (п.167.2 НКУ). Таким образом, инвестор получает: $100 \cdot (1 - 0,23) \cdot (1 - 0,05) = 73,15$ грн, а сумма уплаченных налогов составляет: $100 - 73,15 = 26,85$ грн, что соответствует кумулятивной ставке налогообложения дивидендов 26,85%. Заметим, что эта ставка на 3,55% меньше, чем рассчитанная на основе утратившей силу законодательной базы, которая составляла 30,4% [1, с.171]. Это свидетельствует о том, что изменения, предусмотренные налоговой реформой, действительно уменьшают налоговое бремя на доходы от капитала, выплачиваемые в виде дивидендов по обыкновенным акциям.

Необходимо отметить, что Налоговым кодексом Украины предусмотрено поэтапное снижение ставки налога на прибыль до 16% с 01.01.2014 г. Рассчитанные кумулятивные ставки налогообложения дивидендов составляют на 2012 г. – 24,95%; на 2013 г. – 23,05%, на 2014 г. и в дальнейшем – 20,2%.

Особым видом акций являются привилегированные акции. Такой статус предусматривает выплату фиксированных дивидендов, которые приравниваются в целях налогообложе-

ния к выплате заработной платы с соответствующим налогообложением и включением суммы выплат в состав расходов налогоплательщика (пункт 153.3.7 НКУ). Для налогообложения доходов в форме заработной платы установлены две ставки налога на доходы физических лиц: 15% базы налогообложения, а также 17% от суммы доходов в отчетном налоговом месяце, превышающей десятикратный размер минимальной заработной платы, установленной на 1 января отчетного налогового года (пункт 167.1 НКУ). Можно предположить, что в большинстве владельцы привилегированных акций – это люди достаточно состоятельные, а, следовательно, кумулятивная ставка налогообложения полученных дивидендов в этом случае будет равна 17%.

Облигация выступает инструментом привлечения заемного капитала предприятием, а, следовательно, является долговой ценной бумагой. Согласно подпункту 153.4.3 НКУ сумма выплаченных процентов включается в расходы эмитента этих долговых ценных бумаг, то есть у источника выплаты налогом на прибыль предприятий не облагаются. Инвестор уплачивает налог на доходы физических лиц по ставке 5% (пункт 167.2), которая и определяет кумулятивную ставку в данном случае.

Полученные проценты по депозиту облагаются налогом на доходы физических лиц по ставке 5%, но эта норма Налогового кодекса вводится в действие только с 01.01.2015 года. Выплачиваемые банком проценты по депозитам относятся к его расходам, следовательно, налог на прибыль на них не начисляется. Таким образом, на сегодня кумулятивная ставка налогообложения доходов от капитала в виде процентов по депозитам равна 0%, а с 2015 года составит 5%. На рисунке 1 наглядно отображена динамика кумулятивных ставок налогообложения доходов от капитала при использовании различных финансовых активов.

Проведенная налоговая реформа значительно снизила налоговую нагрузку на доходы от капитала инвесторов-физических лиц. Однако, несмотря на то, что для налогообложения дивидендов, процентов по облигациям и от депозитных счетов установлено одинаковую ставку налога на доходы физических лиц на уровне 5%, принцип нейтральности существенно нарушается. Об этом свидетельствуют различия в уровнях рассчитанных кумулятивных ставок налогообложения доходов на капитал. Наибольшей налоговой нагрузкой харак-

теризуется налогообложения доходов от обыкновенных акций. Следовательно, факты выплаты дивидендов акционерам украинских предприятий будут такими же немногочисленными, как и до проведения налоговой реформы. Вместе с тем доход инвестора от капитала

зависит не только от величины дивидендов, но и от увеличения курса принадлежащих ему акций.

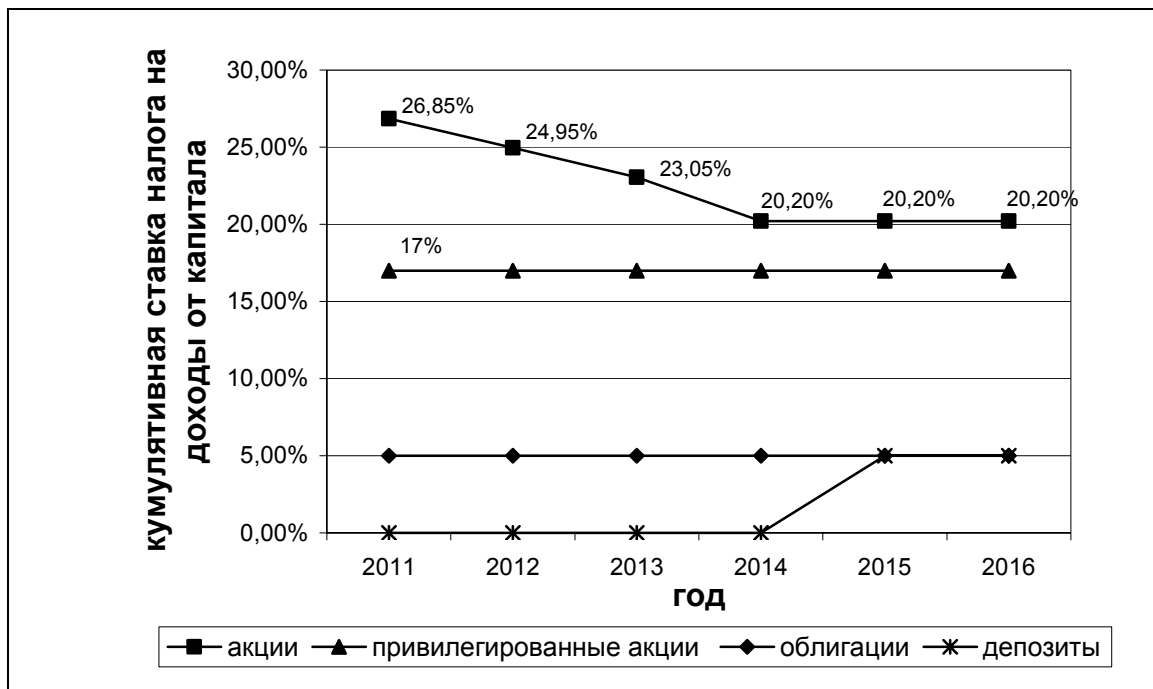


Рис.1. Динамика кумулятивных ставок налогообложения доходов от капитала

Оценка акций часто рассматривается как одна из важнейших целей их анализа. Когда речь идет об оценке акций, то имеется в виду то, что определяется внутренняя (справедливая) стоимость для сравнения этой стоимости с рыночной ценой.

Внутренняя стоимость определяется как приведенная стоимость всех будущих потоков средств, которые получит владелец этой акции. Внутренняя стоимость акции является ориентиром для определения оптимальной цены приобретения акции. Если есть возможность приобрести акцию по курсу ниже, чем полученная в результате расчетов внутренняя стоимость, то инвестиции могут считаться выгодными. Если за акцию нужно уплатить дороже, то часть инвестиций не будет возмещена будущими потоками денежных средств.

Для определения внутренней стоимости акций необходимо сделать прогноз будущего потока денежных средств на основании анализа текущего и прогнозируемого состояния эмитента, возможной массы прибыли с учетом

состояния данной компании на рынке и ситуации в экономике в целом. При этом дисконтирование производится на основании такой процентной ставки, которая отражает требуемую норму доходности инвестирования в эти акции. Итак, справедливая текущая стоимость акции может быть рассчитана по базовой формуле:

$$V(0) = \sum_{k=0}^t \frac{d(k)}{(1+r)^k}, \quad (1)$$

где $V(0)$ – внутренняя стоимость акции на текущий момент;

$d(k)$ – величина дивиденда за период времени k ;

r – требуемая норма доходности инвестиций в эти акции.

Именно на основе приведенной выше базовой формулы получены хорошо известные модели определения справедливой цены акции в случае выплаты предприятием постоянных

дивидендов или в случае, когда дивиденды растут постоянными темпами (модель Гордона).

Если компания придерживается дивидендной политики, связанной с ежегодной выплатой дивидендов на одинаковом уровне, то такие акции можно рассматривать как источник постоянных фиксированных платежей, которые равны величине постоянного дивиденда, то есть это бессрочная финансовая рента. Такой случай отражает модель с нулевым ростом дивидендов, в которой справедливую цену акции на текущий момент можно определить по формуле:

$$V(0) = \frac{d}{r}, \quad (2)$$

где $V(0)$ – внутренняя стоимость акции на текущий момент;

d – величина постоянного дивиденда, т.е. $d(0) = d(1) = \dots = d(k) = \dots$;

r – требуемая норма доходности инвестиций в эти акции.

Для многих компаний постоянный рост дивидендов является одной из основных задач, поскольку выступает определенным сигналом для инвестора о высокой эффективности менеджмента и стабильности развития компании. Справедливая текущая стоимость акции такой компании определяется по формуле Гордона (формула 3):

$$V(0) = \frac{d_0(1+g)}{r-g}, \quad (3)$$

где d_0 – величина текущего дивиденда (последнего фактически выплаченного);

g – темп прироста дивидендов (определяется на основании данных за предыдущие годы).

Видно, что приведенные выше модели не учитывают налогообложения доходов от капитала, а, следовательно, не являются адекватными экономическим реалиям.

Несколько упрощая ситуацию, принимают, что условие равновесия на рынке капиталов можно отразить формулой:

$$(1-m_t)r_t V(t) = d(t) + (1-z_t)\{V(t+1) - V(t)\}, \quad (4)$$

где r_t – рыночная ставка процента;

m_t – маржинальная ставка подоходного налога на незаработанные (рентные) доходы в

период t ;

$V(t), V(t+1)$ – стоимость акции фирмы в начале периодов t и $(t+1)$;

$d(t)$ – чистые дивиденды в расчете на одну акцию, выплаченные в конце периода t ;

z_t – ставка налога на прирост капитала за период t .

Заметим, что упрощение в представлении условия равновесия на рынке капиталов связано с тем, что на практике используется, как правило, налогообложение реализованного прироста капитала, а не начисленного ($V(t+1) - V(t)$), но это достаточно сложно учитывать. Соответствующий анализ требует точного знания того, когда именно владелец акции пожелает реализовать прирост капитала.

Уравнение (4) можно переписать в виде:

$$V(t+1) - \alpha_t V(t) = \frac{-d(t)}{1-z_t}, \quad (5)$$

$$\partial e \alpha_t = \frac{1-z_t + (1-m_t)r_t}{1-z_t}$$

Это разностное уравнение может быть решено относительно текущей справедливой стоимости акции:

$$V(0) = \sum_{k=0}^t \frac{1}{1-z_k} \cdot \frac{d(k)}{\prod_{j=0}^k \alpha_j} + \frac{V(t+1)}{\prod_{j=0}^t \alpha_j}. \quad (6)$$

Если $t \rightarrow \infty$, то:

$$V(0) = \sum_{k=0}^t \frac{1}{1-z_k} \cdot \frac{d(k)}{\prod_{j=0}^k \alpha_j}. \quad (7)$$

Формула (7) опять же напоминает базовую формулу (1), но видно, что текущая цена акции должна определяться дисконтированной стоимостью потока взвешенных дивидендных выплат, где весовым коэффициентом выступает величина обратная к единице минус ставка налога на прирост капитала: $(1/(1-z_t))$, а дисконтирующий множитель равен $(\alpha_t)^{-1} = (1+r_t(1-m_t)/(1-z_t))^{-1}$.

Таким образом, эффект от налогообложения прироста капитала приводит, во-первых, к увеличению ставки дисконтирования, во-вторых, к взвешиванию потока дивидендных выплат, которые необходимо дисконтировать.

Изменения справедливой цены акций,

рассчитанной с учетом налогообложения доходов от капитала, то есть именно по формуле (7), при выборе различных источников формирования капитала предприятия стали объектом исследования американского ученого Мервина Кинга [11]. М. Кинг проводил попарные сравнения между такими источниками формирова-

ния капитала предприятия, как нераспределенная прибыль, использование заимствований и дополнительная эмиссия акций. Обобщенные результаты выбора источника финансирования развития предприятия в условиях классической и импутационной систем представлены в таблице 1.

Таблица 1

Оптимальная финансовая политика предприятия [11, p.28]

Источник финансирования	Классическая система налогообложения доходов от капитала	Импутационная система налогообложения доходов от капитала
Нераспределенная прибыль	$(m-z) \geq \tau(1-z)$	$(m-z) \geq \tau(1-z)$
Кредитование	$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m)$	$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq s(1-z) - r(1-m)(\tau-s)$
Дополнительная эмиссия акций	$-r\tau(1-m) \geq (m-z)$	$s(1-z) - r(1-m)(\tau-s) \geq (m-z)$

где m - ставка подоходного налога для инвесторов-физических лиц;
 z - налог на прирост капитала;
 τ - ставка корпоративного налога;
 r - процентная ставка;
 s - ставка налогового кредита.

Эта таблица позволяет четко увидеть, каким образом персональный подоходный налог и налог на прирост капитала взаимодействуют со ставкой корпоративного налога и определяют финансовую политику предприятия. Варианты финансовой политики могут быть классифицированы по значению выражения $(m-z)$.

Как уже отмечалось, действующая в Украине система налогообложения доходов от капитала имеет признаки классической системы. При этом аналогом корпоративного налога выступает налог на прибыль предприятий, а аналогом подоходного налога для инвесторов-физических лиц является налог на доходы физических лиц, налогообложение нереализован-

ного дохода от капитала в Украине отсутствует. Следовательно, до проведения налоговой реформы украинская налоговая система характеризовалась следующими параметрами: $\tau=0,25$; $m=0,15$; $z=0$; $s=0$. Процентную ставку можно принять на уровне 14,9%, что соответствует средневзвешенной процентной ставке по кредитам, предоставленным в 2010 году нефинансовым корпорациям [14]. При таких параметрах отечественной системы налогообложения доходов от капитала выполняются условия, свидетельствующие о том, что лучшей финансовой стратегией для формирования капитала предприятий является привлечение кредитов:

$$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,25(1-0) \geq (0,15-0) \geq -0,149 \cdot 0,25(1-0,15) \Rightarrow \Rightarrow 0,25 > 0,15 > -0,032.$$

На рисунке 2 приведена динамика доли инвестиций в основной капитал в экономике

Украины, которая финансируется за счет кредитов банков и других займов.

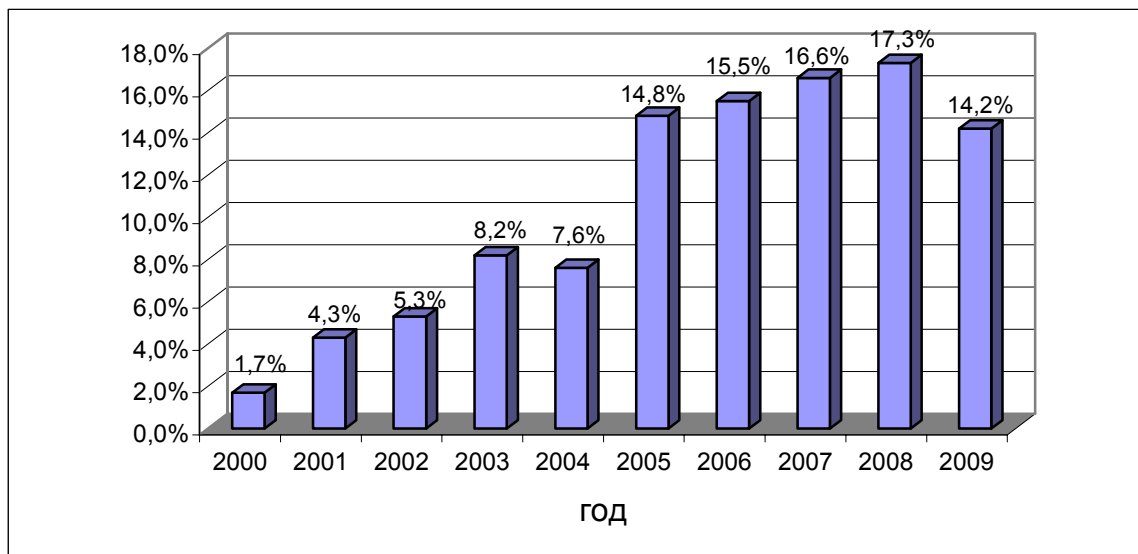


Рис.2. Динамика доли инвестиций в основной капитал, финансируемая за счет кредитов банков и других займов [15]

Как видно из рисунка 2, значение кредитов как источника финансирования инвестиций в рамках национальной экономики в целом возрастает. Несмотря на довольно значительное уменьшение в кризисный 2009 год, в течение прошлого десятилетия доля кредитов в общей величине финансирования инвестиций в основной капитал увеличилась почти вдесятеро. Такая динамика приведенных статистических данных может рассматриваться как эмпирическое подтверждение результатов теорети-

ческого анализа по использованию кредитов как приоритетного источника финансирования инвестиций с точки зрения существовавшей системы налогообложения доходов от капитала.

Возникает вопрос: изменятся ли предпочтения предприятий относительно выбора источника привлечения капитала в результате проведенной налоговой реформы? Ответ получаем на основе критериев, представленных в таблице 1.

- на период с 1.04.2011 по 31.12.2011 года $\tau=0,23$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,149$:
 $\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,23(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,149 \cdot 0,23(1-0,05) \Rightarrow$
 $\Rightarrow 0,23 > 0,05 > -0,033 \Rightarrow$ оптимальный источник - заимствования;
- на период с 1.01.2012 по 31.12.2011 года $\tau=0,21$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,149$:
 $\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,21(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,149 \cdot 0,21(1-0,05) \Rightarrow$
 $\Rightarrow 0,21 > 0,05 > -0,029 \Rightarrow$ оптимальный источник - заимствования;
- на период с 1.01.2013 по 31.12.2013 года $\tau=0,19$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,149$:
 $\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,19(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,149 \cdot 0,19(1-0,05) \Rightarrow$
 $\Rightarrow 0,19 > 0,05 > -0,027 \Rightarrow$ оптимальный источник - заимствования;
- на период с 1.01.2014 и в дальнейшем $\tau=0,16$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,149$:
 $\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,16(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,149 \cdot 0,16(1-0,05) \Rightarrow$
 $\Rightarrow 0,16 > 0,05 > -0,023 \Rightarrow$ оптимальный источник - заимствования.

Результаты проведенных расчетов показывают, что при выборе источника формирования дополнительного капитала по-прежнему приоритет будет отдаваться использованию заемного капитала.

Проведенный анализ показывает, что

реформирование налогообложения доходов от капитала в целом заслуживает неоднозначной оценки. Так, динамика рассчитанных кумулятивных ставок свидетельствует о том, что налоговое бремя на доходы от капитала действительно снижается, но принцип нейтральности в

полной мере не реализован.

На основе методологического подхода, предложенного М. Кингом, было показано, что налогообложение доходов от капитала в Украине до проведения реформы создавало стимулы к использованию заемного капитала как приоритетного источника привлечения дополнительного капитала предприятиями. Изменения, предусмотренные Налоговым кодексом, существенно не повлияли на эту особенность финансовой политики отечественных предприятий. Вместе с тем, на наш взгляд, важнейшей предпосылкой построения эффективного рыночного механизма функционирования национальной экономики является создание наиболее благоприятных условий для развития отечественного фондового рынка, способного обеспечивать эффективное распределение и перераспределение капитала. Исходя из этого целесообразно проведение дальнейших исследований, направленных на изучение закономерностей развития системы налогообложения доходов от капитала, определения путей ее последующего реформирования с целью создания условий для устойчивого развития национальной экономики.

Литература

1. Налогообложение: теории, проблемы, решения / Под. общ. ред. В.П. Вишневого. – Донецк: ДонНТУ, ИЭП НАН Украины, 2006. – 504 с.
2. Серебрянский Д. Вплив оподаткування на вибір форми виплати доходів власникам факторів виробництва /Д. Серебрянский// Финансовые риски. – 2006. – №1. – С.79-85.
3. Соколовська А.М. Податкова система держави: теорія і практика становлення /А.М. Соколовська. – К.: Знання-Прес, 2004. – 454 с.
4. Соколовська А.М. Податкові важелі реалізації політики економічного розвитку / А.М. Соколовська// Т.1 Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації / За ред. чл-кор. НАН України А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – Розд. 2. – С.112-171.
5. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема MM / Франко Модильяни, Мертон Миллер. – М.: Дело, 2001. – 272 с.
6. Auerbach A. J. The Future of Capital Income Taxation /Alan J.Auerbach // Fiscal Studies. – 2006. – Vol.27. – №4. – P.399-420.
7. Auerbach A. J. The Optimal Taxation of Heterogeneous Capital /Alan J.Auerbach // The Quarterly Journal of Economics. – 1979. – Vol. 93. – No. 4. – P. 589-612
8. Auerbach A. J. Retrospective Capital Gains Taxation /Alan J.Auerbach // The American Economic Review. – 1991. – Vol. 81. – No. 1. – P. 167-178
9. Gordon R. H. Taxation of Corporate Capital Income: Tax Revenues Versus Tax Distortions /Roger H. Gordon // The Quarterly Journal of Economics. – 1985. – Vol. 100. – No. 1. – P. 1-27.
10. Gordon R. H. Can Capital Income Taxes Survive in Open Economies? /Roger H. Gordon// The Journal of Finance. – 1992. – Vol. 47. – No. 3. – Pp. 1159-1180.
11. King M. Taxation and the Cost of Capital / Mervyn A. King // The Review of Economic Studies. 1974. – Vol. 41. – No. 1. – P. 21-35.
12. Feldstein M. Inflation, tax rules, and capital formation. (A National Bureau of Economic Research monograph) / Martin S. Feldstein. – Chicago: University of Chicago Press, 1983. – 300 p.
13. Податковий кодекс України: станом на 15 грудня 2010 р./ Упоряд.: О.О. Головашевич, М.П. Кучерявенко. – Х.: Право, 2010. – 656 с.
14. Процентні ставки за кредитами, наданими у звітному періоді нефінансовим корпораціям, у розрізі видів валют і строків погашення [Електронний ресурс] // Статистичний бюлетень (електронне видання). – 2011. – № 1. – С. 98. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/ Statist/Electronic%20bulletin /data/stat.pdf](http://www.bank.gov.ua/Statist/Electronic%20bulletin/data/stat.pdf)
15. Інвестиції в основний капітал за джерелами фінансування [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. – Назва з екрану.

Статья поступила в редакцию 21.03.2011